

绿色动力 (601330)

证券研究报告

2021年04月01日

20年业绩同比21%，项目储备支持业绩高增长

事件：公司发布2020年年报，2020年实现收入22.78亿元，同比增长29.97%；实现归母净利润5.03亿元，同比增长20.98%；实现扣非后归母净利润4.85亿元，同比增长24.82%。

点评：

受益于项目新投产，业绩增长符合预期

2020年公司实现营收22.78亿元，同比增长29.97%，主要系新增红安、宜春、海宁扩建以及惠州二期等运营项目，且汕头、章丘、博白以及四会项目2019年投产、2020年全年完整运行；归母净利润5.03亿元，同比增长20.98%。2020Q4，公司实现营收6.29亿元，同比增长25.82%；归母净利润0.76亿元，同比降低18.70%，主要系计提减值和财务费用增加，其中减值损失占营收比例达14.69%，同比提高9.72pct。2020年公司收入全部来自于项目运营，其中固废处置占比高达94.61%，主营业务突出。公司全年处理生活垃圾897.32万吨，同比增长24.75%；实现上网电量29.11亿度，同比增长37.75%。

毛利率略有提升，资本结构有所优化

盈利水平方面，公司全年实现毛利率57.5%，同比提升3.5pct，主要系新运营项目毛利率高于平均值；净利率23.2%，同比下降0.6pct，主要系计提减值和财务费用增加。2020年期间费用率为27.0%，同比下降0.5pct。其中，销售/管理(含研发)/财务费用率为0/7.4/19.6%，分别同比0/-1.3/+0.9pct。2020年末，公司资产负债率达到66.9%，同比下降7.6pct，资本结构有所优化，主要系A股非公开发行顺利完成。2020年末应收账款达7.86亿元，同比增长73.53%，主要系垃圾处理费和电费结算周期延长。

项目储备充足，有望支持业绩高增长

公司项目建设进展顺利，2020年共有8个项目投产，新增产能0.72万吨/日。截至2020年末，公司在运生活垃圾焚烧发电项目26个，处理规模达2.7万吨/日，同比增长38%；在建项目8个，规模为0.66万吨/日，筹建项目14个，项目储备充足。根据公司在手项目建设规划，预计2021-2023年底投运产能将达到3.3、3.9、4.2万吨/日，分别同比增长21%、17%、10%，有望支持公司业绩高增长。

盈利预测与投资评级

结合最新年报及公司项目建设进度，我们调整业绩预测，预计21-23年归母净利润6.9/8.7/10.5亿(调整前21-22为7.7/9.3亿)，同比37%/26%/21%，PE为21/16/14倍，维持“买入”评级。

风险提示：项目进度低于预期、融资成本高于预期、电价补贴风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,752.45	2,277.62	2,917.39	3,462.65	3,975.33
增长率(%)	66.10	29.97	28.09	18.69	14.81
EBITDA(百万元)	949.03	1,420.89	1,663.98	2,072.67	2,447.24
净利润(百万元)	416.09	503.39	689.96	872.46	1,051.41
增长率(%)	52.54	20.98	37.06	26.45	20.51
EPS(元/股)	0.30	0.36	0.50	0.63	0.75
市盈率(P/E)	34.26	28.32	20.66	16.34	13.56
市净率(P/B)	4.32	2.60	1.82	1.69	1.55
市销率(P/S)	8.13	6.26	4.89	4.12	3.59
EV/EBITDA	15.58	9.78	9.66	9.31	8.21

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	公用事业/环保工程及服务
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	10.23元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	989.08
流通A股股本(百万股)	255.65
A股总市值(百万元)	10,118.29
流通A股市值(百万元)	2,615.31
每股净资产(元)	3.94
资产负债率(%)	66.87
一年内最高/最低(元)	11.68/7.62

作者

郭丽丽 分析师
SAC执业证书编号：S1110520030001
guolili@tfzq.com

杨阳 分析师
SAC执业证书编号：S1110520050001
yangyang@tfzq.com

王茜 分析师
SAC执业证书编号：S1110516090005
wangqian@tfzq.com

吴鹏 联系人
wupenga@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《绿色动力-公司点评:定增顺利发行,公司资金实力和偿债能力得到提升》2020-12-12
- 《绿色动力-半年报点评:受益新增项目投产,业绩增长符合预期》2020-09-01
- 《绿色动力-季报点评:扣非后归母净利润增长23.74%,拟并购莱州焚烧项目》2020-05-01

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	432.14	1,608.06	583.48	692.53	795.07
应收票据及应收账款	452.78	813.39	808.44	922.88	843.94
预付账款	15.36	15.14	26.01	22.34	32.73
存货	29.11	37.18	52.29	52.84	66.88
其他	610.11	855.56	917.37	863.58	940.15
流动资产合计	1,539.50	3,329.33	2,387.59	2,554.17	2,678.76
长期股权投资	62.91	66.19	66.19	66.19	66.19
固定资产	50.00	53.17	50.67	48.17	45.67
在建工程	0.00	184.88	184.88	184.88	184.88
无形资产	6,453.02	7,366.23	10,503.48	14,007.21	16,410.78
其他	5,477.68	6,446.27	6,446.00	6,445.87	6,445.87
非流动资产合计	12,043.60	14,116.74	17,251.23	20,752.32	23,153.39
资产总计	13,670.79	17,446.07	19,638.82	23,306.49	25,832.15
短期借款	2,433.08	2,495.17	2,587.97	4,100.51	4,996.52
应付票据及应付账款	1,212.90	1,291.19	2,088.19	1,882.52	2,639.19
其他	999.42	945.49	1,081.35	1,004.82	1,136.64
流动负债合计	4,645.40	4,731.85	5,757.52	6,987.84	8,772.35
长期借款	5,057.02	6,414.69	5,210.99	6,994.19	6,947.04
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	471.85	519.25	519.25	519.25	519.25
非流动负债合计	5,528.87	6,933.94	5,730.24	7,513.45	7,466.29
负债合计	10,174.27	11,665.79	11,487.76	14,501.29	16,238.65
少数股东权益	200.29	292.61	326.95	370.36	422.68
股本	1,161.20	1,393.44	1,393.44	1,393.44	1,393.44
资本公积	859.07	2,412.41	4,228.53	4,228.53	4,228.53
留存收益	2,143.15	4,083.75	6,430.67	7,041.40	7,777.38
其他	(867.20)	(2,401.94)	(4,228.53)	(4,228.53)	(4,228.53)
股东权益合计	3,496.52	5,780.28	8,151.06	8,805.20	9,593.50
负债和股东权益总	13,670.79	17,446.07	19,638.82	23,306.49	25,832.15

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	416.85	528.43	689.96	872.46	1,051.41
折旧摊销	168.87	239.25	365.25	498.78	598.93
财务费用	310.78	432.02	439.04	486.57	580.59
投资损失	(0.86)	(3.29)	(3.29)	(3.29)	(3.29)
营运资金变动	(2,098.87)	(2,276.60)	850.29	(339.61)	866.45
其它	1,155.04	1,310.22	34.33	43.41	52.32
经营活动现金流	(48.19)	230.04	2,375.59	1,558.33	3,146.41
资本支出	2,205.52	1,296.07	3,500.00	4,000.00	3,000.00
长期投资	31.69	3.28	0.00	0.00	0.00
其他	(4,502.02)	(2,943.13)	(6,996.71)	(7,996.71)	(5,996.71)
投资活动现金流	(2,264.81)	(1,643.78)	(3,496.71)	(3,996.71)	(2,996.71)
债权融资	8,195.15	9,584.28	8,473.38	11,769.12	12,617.98
股权融资	(326.80)	1,359.28	1,367.89	(485.28)	(579.30)
其他	(5,837.56)	(8,290.72)	(9,744.73)	(8,736.41)	(12,085.83)
筹资活动现金流	2,030.79	2,652.84	96.54	2,547.44	(47.16)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(282.21)	1,239.10	(1,024.58)	109.05	102.54

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,752.45	2,277.62	2,917.39	3,462.65	3,975.33
营业成本	806.47	967.68	1,305.92	1,534.43	1,747.36
营业税金及附加	36.27	46.57	59.65	70.80	81.28
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	142.24	161.32	206.64	245.26	258.40
研发费用	10.67	7.60	9.74	11.56	13.27
财务费用	328.36	446.18	439.04	486.57	580.59
资产减值损失	(12.55)	(76.63)	40.00	30.00	30.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.86	3.29	3.29	3.29	3.29
其他	(32.38)	94.65	(6.57)	(6.57)	(6.57)
营业利润	472.51	626.96	859.69	1,087.32	1,267.72
营业外收入	2.43	2.46	2.46	2.46	2.46
营业外支出	1.02	1.53	1.53	1.53	1.53
利润总额	473.92	627.89	860.61	1,088.25	1,268.65
所得税	57.07	99.45	136.32	172.37	164.92
净利润	416.85	528.43	724.30	915.88	1,103.73
少数股东损益	0.77	25.05	34.33	43.41	52.32
归属于母公司净利润	416.09	503.39	689.96	872.46	1,051.41
每股收益(元)	0.30	0.36	0.50	0.63	0.75

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	66.10%	29.97%	28.09%	18.69%	14.81%
营业利润	54.36%	32.69%	37.12%	26.48%	16.59%
归属于母公司净利润	52.54%	20.98%	37.06%	26.45%	20.51%
获利能力					
毛利率	53.98%	57.51%	55.24%	55.69%	56.04%
净利率	23.74%	22.10%	23.65%	25.20%	26.45%
ROE	12.62%	9.17%	8.82%	10.34%	11.46%
ROIC	21.90%	15.74%	14.86%	13.74%	11.93%
偿债能力					
资产负债率	74.42%	66.87%	58.50%	62.22%	62.86%
净负债率	222.02%	137.99%	96.80%	125.80%	123.24%
流动比率	0.35	0.70	0.41	0.37	0.31
速动比率	0.34	0.70	0.41	0.36	0.30
营运能力					
应收账款周转率	5.00	3.60	3.60	4.00	4.50
存货周转率	71.23	68.71	65.21	65.87	66.41
总资产周转率	0.14	0.15	0.16	0.16	0.16
每股指标(元)					
每股收益	0.30	0.36	0.50	0.63	0.75
每股经营现金流	-0.03	0.17	1.70	1.12	2.26
每股净资产	2.37	3.94	5.61	6.05	6.58
估值比率					
市盈率	34.26	28.32	20.66	16.34	13.56
市净率	4.32	2.60	1.82	1.69	1.55
EV/EBITDA	15.58	9.78	9.66	9.31	8.21
EV/EBIT	18.93	11.75	12.37	12.26	10.87

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com